

INFORMAÇÃO SOBRE O RISCO CAMBIAL: O CASO DE GRANDES EMPRESAS PORTUGUESAS

Maria Teresa Venâncio Dores Alves, teresa.alves@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Nuno Miguel Delicado Teixeira, nuno.teixeira@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

Rui Manuel Sobral Rita, rui.rita@esce.ips.pt, Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal

RESUMO

No contexto de crise económica e financeira em que vivemos atualmente, cada vez mais as empresas recorrem aos mercados externos, enfrentando, com frequência, uma exposição significativa à volatilidade das divisas em que as suas operações são denominadas. É objetivo deste estudo verificar as práticas de divulgação de informação sobre o risco cambial e a sua gestão por empresas marcadamente expostas a este tipo de risco. Especificamente pretende-se verificar se as empresas apresentam informação relacionada com a política de gestão do risco cambial adotada, com os instrumentos usados nessa gestão e a conformidade da divulgação com o normativo aplicável. Verificamos que as empresas selecionadas podem constituir uma referência pois, de facto, gerem o risco cambial e divulgam informação sobre esta questão, em conformidade com as normas do IASB. Além de que a gestão efetuada produziu, em geral, no período considerado, resultados positivos.

PALAVRAS-CHAVE: Risco cambial, Cobertura, Divulgação de informação.

ABSTRACT

In the context of economic and financial crisis we live nowadays, companies more than ever look for external markets, often facing a significant exposure to the currency in which the operations are denominated. Our aim is to verify the level of exchange risk information disclosure and its management by companies notably exposed to this type of risk. Specifically, we want to verify if the companies disclose information related to the exchange risk management policy adopted, to the instruments used in that management and the disclosure conformity with the applied standards. We verify that the selected companies may be seen as a reference as, in fact, they manage exchange risk and disclose information about this issue, accordingly to IASB standards. Besides that management, as a rule, produced positive outcomes in the period considered.

KEYWORDS: Exchange risk, Hedging, Information disclosure.

1. Introdução

Entendendo o risco cambial como aquele que resulta da exposição à variação de valor relativo entre diferentes moedas, reconhece-se que as empresas estarão a ele expostas. Particularmente, aquelas que efetuam transações em diferentes moedas¹ e aquelas que consolidam. Segundo Kim e Sung (2005:280) as empresas estão expostas ao risco cambial se satisfizerem pelo menos um dos seguintes critérios: (i) existe rédito de exportações; (ii) existem ativos “estrangeiros”; (iii) existe dívida “estrangeira”; (iv) existe perda de transação; (v) existe perda de conversão.

A norma internacional de contabilidade (IAS) 21, Os Efeitos de Alterações em Taxas de Câmbio (2005), prevê estas situações e tem como objetivo “ ... prescrever como se deve incluir transações em moeda

¹ O *International Accounting Standards Board* (IASB), no parágrafo 20 da IAS 21, define uma transação em moeda estrangeira como sendo “uma transação que seja denominada ou exija liquidação numa moeda estrangeira, incluindo transações que resultem de quando uma entidade: a) compra ou vende bens ou serviços cujo preço seja denominado numa moeda estrangeira; b) pede emprestado ou empresta fundos quando as quantias a pagar ou a receber sejam denominadas numa moeda estrangeira; ou c) de outra forma adquire ou aliena ativos ou incorre em ou liquida passivos, denominados numa moeda estrangeira”.

estrangeira e unidades operacionais estrangeiras nas demonstrações financeiras de uma entidade ...” (§1). Por seu turno a norma internacional de relato financeiro (IFRS) 7, Instrumentos Financeiros: Divulgações (2007) inclui o risco de moeda (entende-se como sinónimo de risco cambial) no risco de mercado (§§9 e 10) e define-o como o “risco de que o justo valor ou os fluxos de caixa futuros de um instrumento financeiro venham a flutuar devido a alterações nas taxas de câmbio” (Apêndice A). Ou seja, observa este risco relacionando-o com o uso de instrumentos financeiros.

É objetivo deste estudo verificar, através dos Relatórios e Contas, se as empresas gerem o risco cambial e, no caso afirmativo, se enunciam claramente as suas políticas, divulgam os tipos de risco cambial que enfrentam ou os instrumentos utilizados para apoio à sua gestão. Dada a importância de que, no atual contexto, se reveste a gestão do risco cambial, parece relevante verificar a forma como o assunto é encarado e divulgado. Espera-se obter conhecimento sobre as práticas atuais das empresas relativamente ao risco cambial de forma a poder realçá-las e contribuir para que outras organizações as possam usar como referência, caso se justifique. Ou seja, pretende-se efetuar um estudo do caso de forma descritiva e ilustrativa. Não se pretende verificar qualquer teoria explicativa da divulgação de informação, mas apenas se a “lei”, leia-se norma contabilística, é respeitada no que concerne às práticas adotadas. As empresas foram selecionadas por se considerar que poderão ser reveladoras, dadas as suas características. Nesta perspetiva pretende-se analisar a forma como o IASB regula o reconhecimento e divulgação deste tipo de informação e observar, com base no relatório e contas de 2009, a forma como as empresas consideradas gerem o risco cambial e divulgam a informação sobre o mesmo. Assim, no ponto dois, apresentam-se os aspetos essenciais da abordagem ao risco cambial prevista no normativo do IASB. No ponto três, destacam-se estudos empíricos anteriores relacionados e, no ponto quatro, a metodologia seguida e a análise efetuada aos casos em estudo. Por último, retiram-se algumas conclusões.

2. Risco cambial – abordagem normativa

De acordo com a IAS 21, quando uma empresa efetua uma transação em moeda estrangeira, o reconhecimento inicial dessa transação deve ser efetuado, na moeda funcional² através da “aplicação à quantia em moeda estrangeira da taxa de câmbio à vista entre a moeda funcional e a moeda estrangeira à data da transação³” (§21). No entanto, a IAS 21 prevê que este valor possa vir a sofrer alterações, daí que disponha sobre o reconhecimento subsequente ao inicial, ou seja nos períodos de relato seguintes. De acordo com o parágrafo 23 da norma, o tratamento a adotar está relacionado com o facto de se tratar de um elemento monetário ou não monetário. Assim, no primeiro caso, os elementos “devem ser transpostos pelo uso da taxa de fecho” e, no segundo caso, o tratamento depende da forma como os elementos foram mensurados. Concretamente, se a mensuração na divisa estrangeira foi ao custo histórico a transposição deve ser efetuada “pelo uso da taxa de câmbio à data da transação”; se foi ao justo valor a transposição deve ser efetuada “pelo uso de taxas de câmbio à data em que o justo valor foi determinado”. Em consequência deste reconhecimento, surgem diferenças de câmbio cuja forma de reconhecimento, mais uma vez, a norma faz depender do facto de se tratar de elementos monetários ou não monetários. Regra geral (§§28 e 29), quando se trata de elementos monetários, as diferenças devem ser reconhecidas nos lucros ou prejuízos de cada um dos períodos em que ocorram. A exceção ocorre nas situações previstas no parágrafo 32, relacionadas com investimentos líquidos numa unidade operacional estrangeira, sendo que quando a unidade operacional estrangeira for uma subsidiária, nas demonstrações financeiras consolidadas, o reconhecimento inicial das diferenças de câmbio deve ser efetuado “num componente separado do capital próprio” e, nos lucros ou prejuízos, somente quando ocorrer a alienação do investimento líquido. Também, na demonstração dos fluxos de caixa, tem de ser relatado o efeito das variações das “taxas de câmbio sobre caixa e seus equivalentes detidos ou devidos numa moeda estrangeira” para permitir a reconciliação do “caixa e seus equivalentes no começo e no fim do período” (IAS 7, §28).

Para os elementos não monetários, a forma de reconhecimento das diferenças de câmbio deve ser consistente com o dos próprios elementos. Ou seja, se o ganho ou a perda no elemento “é reconhecido diretamente no capital próprio, qualquer componente de câmbio desse ganho ou perda deve ser reconhecido diretamente no capital próprio. Pelo contrário, quando um ganho ou uma perda com um item não monetário é reconhecido nos lucros ou prejuízos, qualquer componente de câmbio desse ganho ou perda deve ser reconhecido nos lucros ou prejuízos” (§30). Esta norma (§31) refere, a título de exemplo, que a IAS 16 (§23c) dispõe que,

² A “moeda funcional é a moeda do ambiente económico principal no qual a entidade opera”. No mesmo parágrafo a Norma apresenta outras definições relevantes para a compreensão desta temática (IAS 21, §8).

³ A IAS 7 (§25) dispõe exatamente o mesmo para os fluxos de caixa resultantes de transações em divisa estrangeira, na data do fluxo de caixa.

nos casos em que o impacto (ganhos ou perdas) das revalorizações dos ativos fixos tangíveis for reconhecido diretamente no capital próprio, se esse ativo estiver mensurado numa divisa estrangeira a quantia revalorizada será “transposta usando a taxa à data em que o valor é determinado, resultando numa diferença de câmbio que também é reconhecida no capital próprio”

Relativamente às diferenças de câmbio com origem em “empréstimos obtidos em moeda estrangeira até ao ponto em que sejam vistos como um ajustamento dos custos com juros”, a IAS 23 (§ 5) dispõe que sejam incluídas nos custos desses empréstimos.

A IAS 21 prevê as situações em que um grupo económico contenha entidades individuais que tenham diferentes moedas funcionais, tendo os resultados e a posição financeira de cada uma dessas entidades de ser “expressos numa moeda comum para que seja possível apresentar demonstrações financeiras consolidadas” (§38). Para o efeito define os procedimentos a adotar⁴ (§39):

- “a) Os ativos e passivos de cada balanço apresentado (i.e., incluindo comparativos) devem ser transpostos à taxa de fecho na data desse balanço;
- b) Os rendimentos e gastos de cada demonstração dos resultados (i.e., incluindo comparativos) devem ser transpostos às taxas de câmbio nas datas das transações; e
- c) Todas as diferenças de câmbio resultantes devem ser reconhecidas como um componente separado do capital próprio”.

Esta norma prevê, ainda, que “por razões práticas”, nas situações em que as taxas de câmbio não variem significativamente, possa ser usada “uma taxa média do período, para transpor os itens de rendimentos e de gastos” (§40).

Nas demonstrações financeiras consolidadas da entidade que relata, na eliminação de um “ativo (ou passivo) monetário intra-grupo contra o correspondente passivo (ou ativo) intra-grupo” é necessário evidenciar “os resultados das flutuações da moeda nas demonstrações financeiras consolidadas” continuando a diferença de câmbio “a ser reconhecida nos lucros ou prejuízos ou, se derivar das circunstâncias descritas no parágrafo 32, é classificada como capital próprio até à alienação da unidade operacional estrangeira” (§45).

“Qualquer *goodwill* proveniente da aquisição de uma unidade operacional estrangeira e quaisquer ajustamentos do justo valor nas quantias escrituradas de ativos e passivos provenientes da aquisição dessa unidade operacional estrangeira ... serão expressos na moeda funcional da unidade operacional estrangeira e serão transpostos à taxa de fecho de acordo com os parágrafos 39 e 42” (§47). De salientar, ainda, que quando uma unidade com esta natureza for alienada, “a quantia acumulada das diferenças de câmbio diferidas no componente separado do capital próprio relativo a essa unidade operacional estrangeira deve ser reconhecida nos lucros ou prejuízos quando o ganho, ou a perda, resultante da alienação for reconhecido” (§48).

A IAS 21 exige a divulgação de informação (§§51 a 57) relativa à «moeda funcional» (uso, alterações e respetivas razões) e às diferenças de câmbio. Destaca-se, pelo seu impacto, o disposto no parágrafo 52: “As entidades devem divulgar:

- a) A quantia das diferenças de câmbio reconhecidas nos lucros ou prejuízos exceto as que resultem de instrumentos financeiros mensurados pelo justo valor através dos lucros ou prejuízos de acordo com a IAS 39; e
- b) As diferenças de câmbio líquidas classificadas num componente separado do capital próprio, e uma reconciliação da quantia de tais diferenças de câmbio no começo e no fim do período”.

Na cobertura de um investimento líquido numa unidade operacional estrangeira, ou outros elementos em divisa estrangeira, a norma aplicável à contabilidade de cobertura é a IAS 39 (IAS 21, §§ 3, 5 e 27). “A IAS 39 exige que as diferenças de câmbio em itens monetários que se qualifiquem como instrumentos de cobertura numa cobertura de fluxo de caixa sejam inicialmente relatadas no capital próprio até ao ponto em que a cobertura seja eficaz”, o que difere do tratamento previsto na IAS 21 (§ 27). No entanto, de acordo com o parágrafo 85 da IAS 39 “A contabilidade de cobertura reconhece os efeitos de compensação nos lucros ou prejuízos das alterações nos justos valores do instrumento de cobertura e do item coberto”. Sendo que “Uma cobertura de um risco cambial de um compromisso firme pode ser contabilizada como uma cobertura de justo valor ou como uma cobertura de fluxo de caixa” (§87). Assim, verifica-se que os relacionamentos considerados como 2de cobertura” podem, de acordo com esta norma (IAS 39, § 86) ser “de três tipos:

⁴ Com exceção das entidades cuja moeda funcional seja de uma economia hiperinflacionária, situação em que os procedimentos estão definidos nos parágrafos 42 e 43 desta norma.

- a) *Cobertura de justo valor*: uma cobertura da exposição às alterações no justo valor de um ativo ou passivo reconhecido ou de um compromisso firme não reconhecido, ou de uma porção identificada de tal ativo, passivo ou compromisso firme, que seja atribuível a um risco particular e possa afetar os lucros ou prejuízos;
- b) *Cobertura de fluxo de caixa*: uma cobertura da exposição à variabilidade nos fluxos de caixa que i) seja atribuível a um risco particular associado a um ativo ou passivo reconhecido (tal como todos ou alguns dos futuros pagamentos de juros sobre uma dívida de taxa variável) ou a uma transação prevista altamente provável e que ii) possa afetar os lucros ou prejuízos;
- c) *Cobertura de um investimento líquido numa unidade operacional estrangeira tal como definido na IAS 21*".

3. Estudos empíricos

Dada a relevância da divulgação de informação sobre o risco cambial, existem vários estudos sobre o tema. Döhring (2008) estudou a exposição das empresas exportadoras da zona euro ao risco cambial e analisou as estratégias de redução do risco adotadas por essas empresas. Além disso, discutiu, ainda, as interações entre a faturação em divisa doméstica e a cobertura. Usou uma amostra de trinta e três empresas não financeiras incluídas no EuroSoxx 50 e efetuou uma análise de conteúdo temático tendo como fonte dos dados os respetivos Relatórios e Contas de 1997. Quanto aos diferentes tipos de risco cambial, verificou que (Döhring, 2008:16): - Risco de transação: as empresas *blue chip* não financeiras da zona euro usam sistematicamente derivados financeiros para cobrir este tipo de risco; - Risco de conversão: a gestão deste risco não é completamente documentada e parece variar muito entre as empresas; - Risco económico: na sua abordagem de mais longo prazo, algumas empresas confiam nos *rolling over* de coberturas de curto prazo com derivados. Muitas reduzem a sua exposição a este risco através do *matching* entre gastos e réditos, através de instrumentos financeiros ou através da estrutura geográfica do fornecimento, produção e vendas.

Marshall e Weetman (2007:705-706) procuraram modelizar o grau de transparência observado quando as divulgações sobre a gestão do risco cambial são comparadas com a informação da gestão relativamente à política de gestão do risco cambial que é evidenciada nas respostas a um questionário. Procuraram, de igual forma, contribuir para a literatura que operacionaliza as explicações teóricas de divulgação incompleta em situações em que os gestores exercem descrição sobre a extensão da divulgação nos Relatórios e Contas. Para o efeito usaram uma amostra composta por oitenta empresas não financeiras dos EUA e do UK e, no início de 1998, questionaram os respetivos diretores financeiros e gestores de tesouraria sobre as suas práticas de gestão do risco cambial. Aplicaram, então, a análise de conteúdo temático e efetuaram diversos estudos estatísticos (R^2 ; R^2 – ajustado; estatística F; teste de Jarque-Bera; teste de Ryan-Joiner; teste de White; teste de DFFITS). Consideraram um conjunto de componentes do Índice de divulgação⁵, correspondente à variável dependente e definiram diversas variáveis explicativas⁶ e de controlo⁷. Face às hipóteses estudadas, os autores encontraram evidência de que, nos EUA e no UK, os gestores não estão a efetuar a divulgação completa da informação que satisfaria o espírito da regulação relacionada com a divulgação qualitativa da política para a gestão do risco cambial e são equivalentes na medida da não divulgação. Nos EUA, os gestores que estão conscientes da presença de concorrentes, reagem reduzindo a extensão da divulgação de forma a reduzir o risco de perda de quota de mercado, tal como esperado pela teoria dos custos de propriedade (Marshall e Weetman, 2007:726). Na ausência de pressão para divulgar, a tendência dos gestores é para o segredo de forma a maximizar a flexibilidade das ações e das explicações (Marshall e Weetman, 2007:731).

Kim e Sung (2005) procuraram identificar os fatores que explicam a decisão das empresas gerirem o risco cambial num mercado emergente, recorrendo a testes para determinar quais os fatores que explicam o nível total de gestão do risco cambial; se esses fatores diferem entre os vários instrumentos de cobertura e se esses fatores se tornam mais importantes em subamostras. Usaram uma amostra de duzentas e vinte e três empresas, aplicaram a técnica do questionário e as regressões Tobit, para o índice de gestão do risco cambial e Probit, para todas as outras variáveis. Verificaram que o custo da cobertura é o determinante dominante da

⁵ Política de gestão do risco cambial; objetivo principal para a gestão do risco cambial; ênfase colocado no risco de conversão; ênfase colocado no risco de transação; ênfase colocado no risco económico; métodos não-derivados para o risco de conversão; métodos não-derivados para o risco de transação; derivados usados para o risco de conversão; derivados usados para o risco de transação; gestão do risco económico; aprovação da direção e monitorização (Marshall e Weetman, 2007:714).

⁶ Quota de mercado (MSHARE); margem bruta para o sector (GMIND); proporção de insider *ownership* (CLSHARES); volume de Negócios (TRAD); rácio de vendas "estrangeiras" (FORSALE); endividamento (LEV); liquidez (LIQ) (Marshall e Weetman, 2007:714).

⁷ Custo do capital (COC) e dimensão (SIZE) (Marshall e Weetman, 2007:714).

decisão da empresa cobrir o risco cambial; a dimensão da empresa desempenha um papel mais fraco na explicação do uso de instrumentos internos de cobertura, mas torna-se um fator importante na explicação do uso de instrumentos externos de cobertura; a dívida denominada em divisa estrangeira não desempenha um papel importante na explicação da decisão da empresa efetuar a cobertura do risco cambial, enquanto o rédito das exportações é importante nessa explicação; e o poder explicativo do rédito das exportações, como determinante da gestão do risco cambial, é mais forte nas empresas com títulos cotados (Kim e Sung, 2005:275).

Marshall e Weetman (2002:32), efetuaram, anteriormente, um outro estudo com objetivos semelhantes. Isto é, procuraram avaliar a assimetria da informação através da comparação entre a divulgação explícita da informação no relatório e contas e as respostas anteriores a um questionário efetuado às mesmas empresas; focar a divulgação sobre as políticas e instrumentos da gestão do risco cambial, efetuada pelas empresas do Reino Unido e dos Estados Unidos, nas suas demonstrações financeiras; a partir do conhecimento anterior das estratégias empregues por um conjunto de empresas na gestão do risco cambial, avaliar a medida em que essas estratégias são refletidas nas declarações qualitativas de gestão do risco e analisar os resultados no contexto da literatura da divulgação voluntária da informação contabilística nos mercados cambiais (Marshall e Weetman, 2002:32-33). Nesse estudo, também efetuado em 1998, a amostra era composta por sessenta empresas dos mesmos países USA e UK. Efetuaram análise do conteúdo informativo e codificaram a divulgação numa base categórica atribuindo “1” à presença de uma divulgação relevante, “0” à ausência de uma divulgação relevante e deixando um espaço em branco quando o elemento não era relevante ou imaterial. O *score* de conformidade de uma empresa foi calculado como a soma das divulgações relevantes efetuadas, dividindo pelo total de itens relevantes para essa empresa. Este *score* é reconhecido como sendo básico e segundo outros estudos de divulgação, não procura medir a qualidade ou a extensão da divulgação (Marston and Shrivess, 1991), mas justifica-se na base de que a presença ou ausência de um elemento de informação é o aspeto mais crítico da assimetria informativa (Marshall e Weetman, 2002:41). Verificaram que em ambos os regimes regulatórios mantém-se um elemento substancial de assimetria de informação, consistente com as expectativas geradas a partir dos modelos de divulgação voluntária disponíveis na literatura (Marshall e Weetman, 2002:33). Testes de significância usando o teste paramétrico t e o teste não-paramétrico Mann-Whitney não mostraram diferenças significativas entre os scores de conformidade (Marshall e Weetman, 2002:42). A informação disponibilizada pelos dois países era diferente. Os relatórios e contas dos USA são mais fortes na declaração dos objetivos para a gestão do risco cambial. A partir dos resultados do questionário, os gestores declararam que o principal objetivo de gerir o risco cambial para as empresas de ambos os países é “alcançar a certeza dos *cash flows*” e “minimizar as flutuações dos resultados” (Marshall e Weetman, 2002:42). Ficou comprovada a visão de que a informação “*proprietary*” é retida e há alguma indicação de que as empresas com os níveis mais elevados de potencial exposição ao risco divulguem menos do que aquelas com exposição marginalmente menor (Marshall e Weetman, 2002:48).

4. Estudo de Caso

Dado que se procura descrever as práticas e procedimentos das empresas (são, de facto, Grupos económicos) em estudo quanto ao tema em análise, considera-se, tal como Ryan et al. (2002:143), possível caracterizar este trabalho como um estudo de caso descritivo. A sua justificação assenta na tentativa de transmissão da informação recolhida e de determinação de casos de referência. Com base nos Relatórios e Contas Consolidados, relativos ao ano de 2009, este estudo procura dar resposta às seguintes questões:

- As empresas divulgam a política de gestão do risco cambial os responsáveis pela sua definição e gestão?
- As empresas identificam os diferentes tipos de risco cambial que enfrentam?
- Quais os instrumentos de gestão do risco cambial usados?
- A divulgação de informação é efetuada em conformidade com o normativo aplicável?

A seleção das empresas⁸ objeto do estudo de caso teve a ver com o papel relevante que desempenham na economia nacional e o seu nível de atuação nos mercados internacionais. Além de que satisfazem todos os critérios descritos por Kim e Sung (2005:280) para se considerar que estão expostas ao risco cambial. Assim, foram selecionados os Grupos Címpor; Portucel; Galp; Secil, Mota-Engil e Jerónimo Martins.

⁸ No caso são grupos económicos que, por comodidade, se designa por “empresa” ou pelo respetivo nome principal.

4.1 Descrição das empresas

O Grupo Cimpor é liderado pela Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.. Esta empresa foi constituída em 1976, a partir da nacionalização de interesses privados, com a designação social de Cimpor - Cimentos de Portugal, E.P.. Tem a sua Sede Social em Lisboa e um Capital Social de 672.000.000 euros. O principal setor de atividade em que o Grupo opera é o setor cimenteiro, estando entre os dez maiores grupos, neste sector, ao nível mundial. Atua em 13 países (4 continentes) e é líder em Portugal, Cabo Verde e Moçambique. Possui uma capacidade instalada de 33,5 milhões de ton./ano (Cimpor, 2009).

O Grupo Portucel Soporcel é liderado pela Portucel – Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A.. Esta empresa foi constituída em 1993, na sequência do processo de reestruturação da Portucel – Empresa de Celulose e Papel de Portugal, S.A.. Tem a sua Sede Social em Setúbal e um Capital Social de 767 500 000 euros (Portucel, 2009:95). O principal setor de atividade em que o Grupo opera é o setor da pasta de papel, exportando para cerca de 100 países, nos cinco continentes (mais de 90% das vendas). Em 2009, ocupava o “3º lugar no conjunto das maiores empresas exportadoras em Portugal e possivelmente o primeiro em termos de Valor Acrescentado Nacional” e era “líder mundial no segmento *premium* de papéis de escritório”. Era, ainda, o “maior produtor europeu de papel de escritório não revestido” e o “maior produtor nacional de energia a partir de biomassa. Tem uma capacidade produtiva de 1,55 milhões de toneladas de papel e de 1,35 milhões de toneladas de pasta” (Portucel, 2009:24).

O Grupo Galp Energia foi constituído em 1999 com a denominação de GALP – Petróleos e Gás de Portugal, SGPS, S.A e tem como objetivo explorar os negócios relacionados com o petróleo e o gás natural em Portugal. A sua sede é em Lisboa e tem atualmente um Capital Social de 829.251.000 euros. Este grupo surge na sequência da reestruturação do setor energético em Portugal, incorporando a Petrogal, a única empresa refinadora e a principal distribuidora de produtos petrolíferos nacional e a Gás de Portugal, empresa importadora, transportadora e distribuidora de gás natural (Galp 2009). Contudo, o negócio associado aos produtos petrolíferos representa cerca de 90% do volume total de vendas e prestações de serviços. Desenvolve a sua atividade em 13 países, salientando-se a sua forte presença no grande eixo de exploração e produção do Atlântico Sul (Brasil e Angola). É constituído por aproximadamente 106 empresas, representando no seu global 12.138.379 mil euros de volume de negócios, 7.493 postos de trabalho e contribui com um VAB de 1.194.082 mil euros para a economia nacional.

O Grupo Secil foi constituído em 1918 e dedica-se ao negócio de produção de cimento e diversos produtos complementares. Atualmente, o grupo atua em Portugal, Espanha, França, Tunísia, Angola, Líbano e Cabo Verde e emprega 2.676 pessoas. A sua sede é em Setúbal, possui um Capital Social de 264.600.000 euros e o volume de negócios atinge os 573.587.785 euros, representando um VAB de 237.647.075 euros para a economia nacional.

O Grupo Mota-Engil foi fundado em 2000, com origem na empresa Mota & Companhia, criada em 1946, e na empresa Engil – Sociedade de Engenharia Civil, constituída em 1952. A fusão destas duas empresas, em 2002, originou a criação da maior construtora portuguesa. As atividades principais são engenharia e construção, ambiente e serviços e concessão de transportes. O grupo é liderado pela Mota-Engil, S.G.P.S., S.A. que está sediada no Porto, possuindo um capital social de 204.635.695 euros. O grupo opera em três continentes (África, América e Europa) e 19 países através de 215 empresas.

O Grupo Jerónimo Martins constituiu em 2009, o maior grupo português de retalho alimentar, tendo registado uma faturação de 7,3 mil milhões de euros e a sexta capitalização bolsista na Euronext Lisboa. O grupo apresenta uma forte internacionalização dado a atividade fora de Portugal representar 50.9% das vendas e 50.5% dos colaboradores. Particularmente, uma das empresas do grupo constitui a maior cadeia de retalho alimentar a operar no mercado polaco onde atingiu um volume de negócios de 16 mil milhões de zlotys (Jerónimo Martins, 2009). O grupo é liderado pela Jerónimo Martins, S.G.P.S., SA, sediada em Lisboa, possui um capital social de 629.293.000 euros e integra três áreas de negócios: distribuição alimentar, indústria e serviços de marketing. Alguns dos indicadores chave das empresas selecionadas apresentavam, em 2009 (tabela 1), os seguintes valores (em mil milhares de euros):

Em síntese, trata-se de Grupos com forte relevo para a economia nacional. No entanto, a sua dimensão é muito diferente. De facto, quando a dimensão é observada através do volume de negócios ou do montante do ativo total a Galp tem, manifestamente, uma dimensão muito superior às outras empresas. Porém, quando esta variável é observada através do número de empregados, a Jerónimo Martins é muito maior, seguindo-se a Mota-Engil. Ao nível dos indicadores de rentabilidade analisados a Secil destaca-se pela positiva pois

apenas, relativamente à rentabilidade operacional do volume de negócios a Cimpor consegue igualar o seu desempenho. Enquanto, a Portucel e a Galp se destacam por serem as únicas que apresentam em todos estes indicadores valores inferiores à média dos valores atingidos pelo conjunto das empresas em estudo.

Tabela 1: Indicadores chave das empresas da amostra

Indicadores	Cimpor	Portucel	Galp	Secil	Mota-Engil	Jerónimo Martins
Volume de negócios	2085,5	1.095,30	12.138,00	572	2.131,20	2.798,30
Resultado operacional	376,9	132,1	459	101	172,4	359,7
Resultado do período	245,7	105,1	347	96	71,7	200,3
Capitais próprios	1.923,00	1.270,60	2.389,00	395	376,1	1.065,70
Ativo total	4.927,40	2.561,20	7.242,00	828	4.614,10	3.824,40
Rendibilidade do ativo total	4,99%	4,10%	4,79%	11,59%	1,55%	5,24%
Rendibilidade operacional do volume de negócios	18%	12%	4%	18%	8%	13%
Rendibilidade dos capitais próprios	15,20%	8,40%	14,52%	29,53%	19,07%	18,80%
Nº médio de empregados (Portugal)	8.728	2.288	7.415	2.676	19.302	53.797

Fonte: Cimpor (2009), Portucel (2009), Galp (2009), Secil (2009), Mota-Engil (2009) e Jerónimo Martins (2009).

4.2. Política de gestão do risco cambial

A definição da política de gestão do risco cambial deve ser uma competência da gestão de topo da organização. Dhanani (2003) defende a centralização da gestão do risco cambial, pois esta aumenta e facilita a oportunidade para a aplicação de determinadas técnicas (ex.: *leading and lagging*, *cash flow netting*), a obtenção de economias de escala e permite um melhor aproveitamento das competências dos recursos humanos da empresa.

Tal como desejável, nas seis empresas a responsabilidade máxima pela gestão do risco reside no topo da organização, mas todos os responsáveis são envolvidos, desde a direção aos responsáveis operacionais. Na Cimpor, existe um Centro Corporativo e um Gabinete de Auditoria Interna, com responsabilidades relacionadas com esta matéria. Na Portucel, a Direção Financeira tem a seu cargo a condução da gestão do risco em conformidade com as políticas definidas e à Direção de Auditoria compete acompanhar a implementação das mesmas. Na Galp, a responsabilidade pela política de gestão dos riscos, é do comité de gestão do risco que inclui dois administradores, um representante da direção de finanças corporativas e representantes de cada segmento de negócio. Este comité define os mecanismos de implementação e de execução da política criada, sendo estes sujeitos a aprovação por parte da administração. Finalmente há uma avaliação mensal do impacto da política definida. Na Secil, a responsabilidade pela elaboração da política de risco é igualmente dos órgãos de topo, estando os departamentos financeiro e de controlo interno encarregues de identificar e mitigar os riscos do negócio. O Grupo Mota-Engil possui diversas comissões como órgãos de natureza consultiva de temas fundamentais ao desenvolvimento do grupo. Entre estas, insere-se a Comissão de Auditoria e Risco que detém a responsabilidade de apreciar o risco de negócios. Os principais riscos a que o grupo está exposto são acompanhados por esta comissão, bem como, pelos titulares das funções corporativas (Serviços Jurídicos, Controlo de Gestão, Finanças Corporativas, entre outras). A atividade de gestão de risco financeiro é coordenada pela Direção de Finanças Corporativas, com o apoio e suporte do Controlo de Gestão do Grupo, e desenvolve-se de acordo e em conformidade com as orientações aprovadas pelo Conselho de Administração, com intervenção consultiva da Comissão de Auditoria Investimento e Risco. Finalmente, a Jerónimo Martins inclui na sua estrutura orgânica um conjunto de Direções Funcionais que prestam apoio e aconselhamento à Comissão Executiva, ao Conselho de Administração e às empresas do grupo. Destas direções, destaca-se a área de Operações Financeiras e Gestão de Risco. Na estrutura orgânica está integrada a Comissão de Auditoria que possui, entre outras, as seguintes atribuições: “fiscalizar o processo de preparação e de divulgação de informação financeira, e a eficácia dos sistemas de controlo interno, de auditoria interna e de gestão de riscos” (Jerónimo Martins, 2009:177). Entre as Direções Funcionais conta as Operações Financeiras que integram duas áreas: Gestão de Risco e a Gestão de Tesouraria.

A Cimpor refere ser sua política seguir os passos do processo de gestão do risco⁹, como sejam: a identificação dos riscos, mensuração e determinação da probabilidade de ocorrência, de forma a permitir a respetiva hierarquização e gestão, em conformidade com o perfil de risco da organização. Manifesta, ainda, ser seu objetivo fundamental “obter uma visão integrada dos riscos em que o Grupo incorre em cada uma das suas diferentes atividades ou Áreas de Negócios e assegurar a consistência do perfil de risco daí resultante com a estratégia global do Grupo e, em particular, aquilo que considera ser, dada a sua estrutura de capital, um nível de riscos aceitável” (Cimpor, 2009:48). Desta forma, verifica-se que a empresa tem uma visão holística do risco, estando enquadrada na perspetiva atual nesta área que considera fundamental o reconhecimento de que a gestão do risco deve ser uma atividade desenvolvida de forma integrada, abrangendo toda a organização e a organização como um todo. Segundo Chapman (2006), esta visão tem a ver com proteger e aumentar o valor da ação para satisfazer o principal objetivo da empresa da maximização da riqueza para o acionista.

A Cimpor (2009:214) realça a preocupação de que os processos de gestão dos “riscos deem resposta não só às necessidades de informação internas como também às exigências externas (entidades reguladoras, auditores, mercados financeiros e demais *stakeholders*)” e enuncia os princípios básicos em que assenta a sua política de gestão dos riscos, dos quais se destaca os seguintes (Cimpor, 2009:116-117):

- “Centralização, ao nível da holding, de toda a atividade de controlo deste tipo de riscos;
- Análise da exposição global do Grupo às diferentes naturezas de riscos financeiros¹⁰;
- Procura e desenvolvimento de soluções para cobertura dos riscos identificados;
- Escolha dos instrumentos de cobertura com base numa análise e avaliação cuidadas do binómio risco/retorno das diferentes alternativas disponíveis no mercado para o tipo de risco em questão;
- Procura, sempre que possível, de situações de *hedging* natural, através da contratação, nos diversos países onde o Grupo desenvolve a sua atividade, de financiamentos em moeda local;
- Monitorização regular dos riscos, e respetivos custos, associados às diferentes operações contratadas”.

De forma semelhante, a Portucel (2009:109) afirma que a “Administração providencia princípios para a gestão do risco como um todo e políticas que cobrem áreas específicas, como o risco cambial, o risco de taxa de juro, o risco de liquidez, o risco de crédito, o uso de derivados e outros instrumentos financeiros não derivados e o investimento do excesso de liquidez”. Refere, ainda, outros tipos de risco que enfrenta (ex.: patrimoniais e ambientais) e as políticas adotadas para a sua gestão. Ou seja, esta empresa tem, igualmente, uma visão holística do risco e identifica claramente quais os riscos que enfrenta.

Na Galp o processo da gestão dos riscos passa por quatro etapas muito idênticas, no espírito, às definidas pela Cimpor: identificação qualitativa e quantitativa dos riscos inerentes aos negócios, gestão (diminuição e definição dos níveis de risco a aceitar), implementação de mecanismos internos de cobertura do risco e respetivas responsabilidades e controlo da eficácia da política definida. Quanto ao risco cambial, é gerido pelas direções de finanças corporativas e de tesouraria. A sua cobertura é feita tendo em consideração a exposição cambial líquida total em cada moeda e não sobre cada operação individualmente. Sendo assim, a gestão do risco cambial tem por base o *matching* entre dívidas a receber e a pagar, tanto ao nível dos valores como dos prazos. No que diz respeito, ao risco de conversão associado à consolidação de contas com empresas que possuem demonstrações financeiras denominadas em outras moedas, a Galp não utiliza qualquer técnica ou instrumento de cobertura (Galp, 2009).

Na Secil, a atividade de gestão do risco passa por etapas semelhantes às percorridas nas restantes empresas. Contudo, no que diz respeito ao risco cambial, é referido que se realiza a compensação dos fluxos cambiais intra-grupo, sendo o USD a principal divisa de exposição e cujo *hedging* natural ultrapassou os 70%. Quando há valores em aberto que sejam considerados relevantes, o grupo utiliza opções cambiais para estabelecer valores máximos a pagar e a receber. Relativamente à consolidação de contas de empresas do grupo com demonstrações financeiras denominadas em moeda estrangeira, também não é referida qualquer intenção de cobrir eventuais riscos de conversão.

⁹ Condamin et al. (2007:7-8) defendem que a gestão do risco é um processo contínuo para garantir que é dada atenção apropriada à incerteza em todas as decisões tomadas na organização e a documentação apropriada é mantida para os controlos interno e externo. Desta forma poderão ser tomadas decisões que irão reduzir para um nível aceitável o impacto ou as incertezas das exposições que uma entidade suporta, i.e. dentro do apetite ao risco da organização balanceando oportunidades e ameaças. Consideram que compreende o diagnóstico das exposições, o tratamento do risco e a auditoria dos programas de gestão do risco, sendo que este último passo inclui não só a validação externa por terceiros mas, também, a monitorização e o relato.

¹⁰ “Por risco financeiro, entende-se, justamente, a probabilidade de se obterem resultados diferentes do esperado, sejam estes positivos ou negativos, alterando de forma material e inesperada o valor patrimonial do Grupo” (Cimpor, 2009:214). Ou seja, o conceito de risco que os responsáveis da empresa defendem é o mesmo que, normalmente, é defendido pelos académicos (Kropp et al., 1999) e que corresponde à visão do risco como incerteza.

A política de gestão dos riscos financeiros do Grupo Mota-Engil visa a minimização dos impactos e efeitos adversos decorrentes da incerteza característica dos mercados financeiros. “A postura do Grupo relativamente à gestão dos riscos financeiros é cautelosa e conservadora, recorrendo, quando aconselhável, a instrumentos derivados para cobertura de riscos, sempre na perspectiva de que estes se relacionem com a atividade normal e corrente da empresa, não assumindo nunca posições em derivados ou outros instrumentos financeiros que se revistam de carácter especulativo. A política de gestão de risco de taxa de câmbio tem por objetivo a redução da volatilidade em investimentos e operações expressas em moeda externa (moedas que não o euro), contribuindo para uma menor sensibilidade dos resultados a flutuações cambiais. Em termos de gestão de risco cambial, procura-se, sempre que possível ou aconselhável, realizar coberturas naturais de valores em exposição pelo recurso a dívida financeira denominada na moeda externa em que se expressam os valores em risco. Sempre que tal não se revele possível ou adequado, promove-se a contratação ou realização de outras operações baseadas em instrumentos derivados, estruturadas, numa lógica de minimização do seu custo”. Quanto ao sistema de controlo interno e de gestão de risco a empresa define o âmbito do processo (inclui a monitorização dos principais riscos que enfrenta: riscos de mercado dos segmentos de atividade; riscos financeiros; e outros riscos de negócio); caracteriza o processo operacional (define responsabilidades e refere as fases de identificação; mensuração; controlo e gestão do risco. E, ainda, a implementação das medidas de gestão de risco definidas e respetiva monitorização).

Na Jerónimo Martins, o “Processo de Gestão de Risco (PGR) possui uma natureza cíclica, que contempla: i) a identificação e avaliação de riscos; ii) a definição de estratégias de gestão; iii) a implementação dos processos de controlo; e iv) a monitorização do processo. O PGR implementado no Grupo está alinhado com a norma da *Federation of European Risk Management Associations* (FERMA), por se entender que esta constitui um modelo de boas práticas. A gestão de risco está organizada em três categorias: riscos estratégicos, riscos financeiros e riscos de processo. No caso dos riscos financeiros, são considerados o risco de mercado (que inclui os riscos cambiais, de taxa de juro e de preço), risco de liquidez e risco de crédito. O Conselho de Administração definiu os seguintes “objetivos de gestão do risco para o grupo:

- Promover a identificação, avaliação, tratamento e monitorização de riscos, de acordo com uma metodologia comum a todas as Companhias do Grupo;
- Aferir regularmente os pontos fortes e fracos dos vetores-chave de criação de valor (*key value drivers*);
- Desenvolver e implementar programas de cobertura e prevenção de riscos;
- Integrar a Gestão de Risco no planeamento dos negócios;
- Promover a consciencialização dos colaboradores em matéria de riscos, e dos efeitos positivos e negativos de todos os processos que influenciam as operações e constituem fontes de criação de valor;
- Melhorar os processos de tomada de decisão e de definição de prioridades, pela compreensão estruturada dos processos de negócio do Grupo, da sua volatilidade e das suas oportunidades e ameaças”.

4.3. Identificação dos tipos de risco cambial

No âmbito do risco cambial, as empresas identificam, claramente, o risco de transação e o risco de conversão. Quanto ao risco económico e em linha com Marshall e Weetman (2002:42), nos casos da Cimpor, Portucel e Secil essa identificação é difusa. Segundo estes autores, isso pode dever-se à perceção pelas empresas de que esta exposição não pode ser coberta e, por isso, tenham relutância em chamar a atenção para riscos de longo prazo sobre os quais nada podem fazer. No entanto, a Galp refere que está muito exposta ao risco das variações dos preços do gás natural e dos produtos petrolíferos, que são normalmente transacionados em USD, o que para além de influenciar os resultados financeiros por via das diferenças de câmbio, pode igualmente produzir perdas em *stocks* estratégicos que a empresa possui, através por exemplo, da diminuição do seu preço de mercado face ao custo de aquisição, ou em alternativa, pela subida dos preços como reflexo dos maiores custos das matérias-primas, influenciando negativamente os níveis de procura por parte dos clientes finais. Enquanto a Secil indica que o principal risco cambial que incorre resulta das compras de combustíveis e de fretes de navios, ambos pagos em USD, o que evidencia que está bastante exposta às variações dos preços de bens e serviços em moeda estrangeira, estando por isso também sujeita ao risco económico.

Qualquer das empresas encontra-se exposta aos diferentes tipos de risco cambial. De facto, realizam operações (exportações, importações, financiamentos) em divisas estrangeiras e estão sujeitas à concorrência internacional. A Cimpor, embora privilegie o financiamento em euros, possui dívida remunerada em divisas estrangeiras, especialmente em dólares dos Estados Unidos da América, daí que enfrenta o risco de

conversão da mesma. Declara que no desenvolvimento da sua atividade enfrenta vários riscos, como sejam, o risco cambial e o risco das “taxas de juro do euro e do dólar norte-americano, principais moedas em que se encontra denominada a sua dívida financeira” (Cimpor, 2009:116-117). A tabela 2 permite verificar o nível de exposição cambial, nas diferentes divisas, que a Cimpor enfrenta, em 31 de Dezembro 2009, em virtude dos financiamentos que obteve e se mantêm vivos.

Tabela 2: Exposição cambial relativa ao endividamento em diferentes divisas

Divisa	Valor em divisa	Valores em €
EUR	-	1.743.955
USD	354.000	242.616
MZM	15.670	355
BRL	23.738	9.452
ZAR	15.046	1.411
MAD	87.158	7.680
CVE	135.071	1.225
TRY	106.655	49.499
INR	-	-
CNY	111.679	11.355
PEN	-	-
HKD	258.405	23.132
Total		2.090.680

Fonte: Cimpor (2009:207)

Como se pode verificar a partir dos dados da tabela 2, em 2009, 16,58% da dívida era denominada em divisa estrangeira. De salientar que 70% desta foi objeto de ação de gestão de risco através da contratação de instrumentos financeiros derivados. Ou seja, apenas cerca de 5% do montante exposto ao risco cambial não foi objeto deste tipo de contrato. A relação entre a dívida em USD e nas outras divisas estrangeiras, no período considerado levou à natural opção pela cobertura de risco da variação da taxa de câmbio relativamente àquela moeda.

Tabela 3: Exposição cambial relativa ao endividamento em diferentes divisas

Valores em Divisas	Passivo Remunerado (Valores a pagar)	Posição financeira líquida de balanço
<i>Dólar Norte- americano</i>	(17 041 227)	28 077 369
<i>Libra Esterlina</i>	(2 301 637)	7 742 759
<i>Zloti Polaco</i>	(115 008)	651 749
<i>Coroa Sueca</i>	(16 157)	(16 157)
<i>Coroa Checa</i>	(8 316)	(7 471)
<i>Franco Suíço</i>	(1 101 892)	(379 293)
<i>Coroa Dinamarquesa</i>	(238 531)	(27 609)
<i>Florim Húngaro</i>	(1 109)	13 418
<i>Dólar Australiano</i>	(2 298)	42 707
Total	(20 826 175)	36 097 472

Fonte: Portucel (2009: 109)

O relatório e contas da Portucel não reflete a contração de financiamentos em divisas estrangeiras de forma tão evidente como a Cimpor. Apresenta uma tabela com a “exposição do Grupo ao risco de taxa de câmbio a 31 de Dezembro, com base nos valores da demonstração da posição financeira dos ativos e passivos financeiros do Grupo”. No entanto, refere claramente, a exposição ao risco de transação ao declarar que fatura vendas em “divisas, com especial relevância em dólares norte-americanos (USD) e libras esterlinas (GBP)” e efetua “com menor expressão, alguns pagamentos nestas mesmas divisas” (Portucel, 2009:144). A tabela 3 transcreve, relativamente à exposição ao risco cambial, a posição financeira líquida da empresa. Também, na Portucel se verifica uma muito maior exposição em USD do que nas restantes moedas. No caso da Galp e para além da exposição ao USD na exportação e importação sobretudo de produtos petrolíferos, relativamente a operações financeiras, a empresa possui diversos empréstimos externos denominados em moedas diferentes do EUR, ficando exposta a eventuais valorizações dessas divisas. Esses empréstimos representam, em 2009, 35,25% do total de empréstimos bancários contraídos pela empresa (tabela 4, valores em milhares de euros).

De referir, que os empréstimos externos encontram-se denominados em dólares americanos, escudos de Cabo Verde, lilangeni da Suazilândia e meticais de Moçambique. Através do relatório e contas não fica clara a exposição por moeda. Em função das várias subsidiárias e filiais que possui noutros países, a empresa também está exposta ao risco cambial por via da consolidação de contas e das eventuais diferenças cambiais consideradas no capital próprio. A Galp tem a sua atividade implementada, na maioria dos casos, em

economias consideradas emergentes da África e da América do Sul com padrões económicos, políticos e legais ao nível do ambiente, de higiene e segurança no trabalho, bastante diferentes da Europa Ocidental. Daí que a sua atividade esteja muito sujeita aos riscos económico e político inerentes ao comércio internacional, nomeadamente expropriação e nacionalização de bens, aumentos de impostos, imposições de limites de produção, de exportação ou de importação, renegociações obrigatórias de contratos, atrasos de pagamentos, restrições à convertibilidade de moeda, guerras civis ou atos de terrorismo.

Tabela 4: Exposição cambial relativa ao endividamento em diferentes divisas

Rubricas	Corrente	Não corrente	Total
Empréstimos externos	26.777	491.235	518.012
% nos empréstimos	6,34%	46,89%	35,25%

Fonte: Galp (2009)

A Secil para além das operações comerciais realizadas em moeda estrangeira, possui empresas localizadas em diversos países, o que expõe o grupo ao risco cambial através de diferenças, registadas no capital próprio, associadas à consolidação de contas.

O Grupo Mota-Engil identifica a sua exposição a uma variedade de riscos financeiros, em particular, os riscos de taxa de juro, cambial de transação e de conversão, de liquidez e de crédito. “Este conjunto de riscos financeiros resulta do desenrolar da atividade e induz incertezas quanto à capacidade de geração de fluxos de caixa e retornos adequados à remuneração dos capitais próprios.” (Mota-Engil, 2009:43) A exposição do Grupo Mota-Engil a risco cambial resulta sobretudo da presença de várias das suas participadas em diversos mercados, com um volume de negócios cada vez mais significativo. A tabela cinco apresenta o endividamento, em 2009, do Grupo Mota-Engil nas diferentes divisas:

Tabela 5: Exposição cambial relativa ao endividamento em diferentes divisas

	Obrigações	Instituições de Crédito	Papel Comercial	Outros	Total
Coroas Checas		9.800.742			9.800.742
Dólares USD		12.995.946		1.353.491	1.349.438
Dinar Argelino		268.772			268.772
Euros	113.500.000	1.936.353.027	346.318.154	50.745.000	2.446.916.181
Forints Húngaros		1.743.547			1.743.547
Meticais Moçambique		68.680		103	68.783
Nuevos Soles Peru					
Pesos Mexicanos		50.821.808			50.821.808
Zlotys Polacos		9.417.759			9.417.759
Total	113.500.000	2.021.470.282	346.318.154	52.098.594	2.533.387.030

Fonte: Mota-Engil (2009).

No relatório e contas da Jerónimo Martins não existe uma identificação clara de que existe exposição aos diferentes tipos do risco cambial: conversão, transação e económico. Contudo, ao longo do referido relatório encontra-se referências e divulgação de informação que permite concluir pela existência destes tipos de riscos cambiais. As operações desenvolvidas na Polónia constituem a principal fonte de exposição ao risco cambial do Grupo. “A Gestão deste risco é norteada por princípios definidos ao nível do Conselho de Administração, o qual aprovou em Abril de 2009 a Política de Gestão de Riscos Financeiros onde se incluem os riscos cambiais oriundos quer dos investimentos realizados em participadas quer de operações comerciais correntes.” (Jerónimo Martins, 2009:188). A outra fonte de exposição referente a risco cambial advém dos financiamentos em dólares norte-americanos contratados em 2004, nos montantes de USD 84.000.000 e USD 96.000.000, respetivamente com maturidades em 23-06-2011 e 23-06-2014. Além destas exposições, a empresa adquire, no âmbito das atividades comerciais das suas subsidiárias, mercadorias designadas em moeda estrangeira, primordialmente zloty e dólares norte-americanos. Regra geral, são transações de montante reduzido e com exposição temporal muito curta. Porém, a exposição ao risco cambial associado às posições em zloty assume uma relevância significativa para o desempenho financeiro do grupo. “...e uma forte desvalorização cambial média do Zloty face ao Euro (-18,5%), que teve um relevante impacto nas contas consolidadas de Jerónimo Martins” (Jerónimo Martins, 2009:60). A atividade operacional do Grupo Jerónimo Martins caracterizou-se por um desempenho positivo originando vendas consolidadas no valor de 7.317,1 milhões de euros, evidenciando uma evolução de 6,1% relativamente ao ano anterior; e não fosse a desvalorização do zloty, o crescimento teria sido de 18,4%. Esta divisa registou em 2009 uma elevada volatilidade. A Dívida Financeira do grupo totaliza 796.296.000 € e o leasing 84.560.000, representando a dívida em zloty 15,9% do total destes dois valores. Dado este impacto do risco cambial sobre o desempenho

financeiro da empresa, os responsáveis da empresa evidenciam a importância de realizar a cobertura do mesmo: “A 31 de Dezembro de 2009, e excluindo as operações de cobertura contratadas, o impacto negativo sobre o investimento líquido de uma variação adversa do câmbio Euro/Zloty na ordem dos 10% seria, mantendo as restantes variáveis constantes, de 42 milhões de euros negativos (comparando com os 34 milhões de euros negativos de 2008). Incorporando o efeito das operações de cobertura contratadas, o impacto seria de 29 milhões de euros negativos (comparando com os 25 milhões de euros negativos de 2008). Estes impactos estariam refletidos em capitais próprios. A sensibilidade de Jerónimo Martins a este risco aumentou durante o ano de 2009 por via do aumento do valor do investimento líquido na Polónia.” (Jerónimo Martins, 2009:188). A tabela seis resume a exposição do Grupo ao risco cambial, a 31 de Dezembro de 2009, sendo apresentados os instrumentos financeiros do Grupo, ao seu valor de balanço, categorizados por moeda:

Tabela 6: Exposição ao Risco Cambial da Jerónimo Martins a 31 de Dezembro de 2009

31/Dezembro/2009	Euro	Zloty	Dólar	Total
Ativos:				
Caixa e Equivalentes	77.105	146.396		223.501
Investimentos Financeiros	7.528			7.528
Devedores	118.157	61.111		179.268
Instrum. Financ. Derivados		1.851	15	1.866
Total Ativos Financeiros	202.790	209.358	15	412.163
Passivos:				
Empréstimos Obtidos	609.188	137.540	134.128	880.856
Instrum. Financ. Derivados	13.258	3.084	16.879	33.221
Credores	827.276	748.434		1.575.710
Total Passivos Financeiros	1.449.722	889.058	151.007	2.489.787
Posição Líquida Balanço	(1.246.932)	(679.700)	(150.992)	(2.077.624)
31/Dezembro/2008				
Total Ativos Financeiros	254.134	144.958		399.092
Total Passivos Financeiros	1.588.442	826.510	151.007	2.565.959
Posição Líquida Balanço	(1.334.308)	(681.552)	(151.007)	(2.166.867)

Fonte: Jerónimo Martins (2009).

A tabela 6 permite verificar que a Jerónimo Martins manteve, sensivelmente, inalteráveis as suas posições nas duas divisas (zloty e dólar) durante os dois anos referidos e que a posição líquida nestas duas divisas corresponde a cerca de 40% da posição líquida do ativo. Contudo, a posição em zloty assume maior relevância dado corresponder a 33% da posição líquida total do ativo. Os valores a pagar a credores é rubrica que mais contribui para a exposição ao risco cambial.

4.4. Instrumentos de gestão do risco cambial

A Cimpor (2009:214) adota uma política de cobertura do risco cambial que passa, em geral, pela “contratação, no mercado fora de bolsa (por razões de flexibilidade) de instrumentos financeiros derivados, envolvendo um número limitado de contrapartes com elevadas notações de rating”. Entre os produtos derivados disponíveis no mercado selecionou os contratos de *swaps* e os contratos *forward*. “Os primeiros com o objetivo económico de cobrir capital e juros relativos a empréstimos entre empresas do grupo (três contratos *cross-currency swaps*, com maturidade em 2013, com um valor facial total de € 24.960.832 e quatro contratos *forward*, um com maturidade em 2009 e os outros em 2010, com um valor facial total de € 5.820.000, apenas com objetivo de cobertura do risco cambial. Esta seleção efetuada pela empresa está em conformidade com a posição defendida por Géczy et al. (1997 *apud* Kim e Sung, 2005:274) que consideram que os *swaps* de taxa de câmbio são mais custo-eficazes para cobrir o risco da dívida “estrangeira”, enquanto os contratos *forward* são mais custo-eficazes para cobrir o risco das operações estrangeiras. Quanto ao risco de conversão a empresa divulga que os “efeitos cambiais derivados da integração das demonstrações financeiras locais nas contas consolidadas do Grupo podem ser acautelados através da cobertura do valor dos investimentos líquidos realizados naqueles países. Essas operações têm sido esporádicas, por se considerar que o seu custo (diferença entre as taxas de juro locais e as da moeda de referência do Grupo) é, em regra, excessivo face ao nível dos riscos envolvidos” (Cimpor, 2009:216). Acrescenta, “na componente de dívida e de instrumentos financeiros derivados, os riscos de taxa de câmbio existentes encontram-se substancialmente cobertos por posições simétricas, pelo que a variabilidade potencial dos resultados é muito reduzida. O mesmo acontece com as exposições cambiais noutros instrumentos financeiros, decorrentes da atividade normal do Grupo” (Cimpor, 2009:220). Embora assumindo que “por regra, o Grupo não assume posições especulativas, pelo que todas as operações efetuadas no âmbito da gestão dos riscos financeiros têm por única finalidade o controlo de riscos já existentes e aos quais o Grupo se encontra, inevitavelmente, exposto” (Cimpor, 2009:214), verifica-se que a empresa especulou em divisas, pois declara que “No ano de 2009, a

decisão de não cobertura dos riscos cambiais acabou por ter impactos positivos, na medida em que, de entre as quatro maiores exposições cambiais do Grupo, duas moedas valorizaram-se fortemente (Real do Brasil e Rand da África do Sul), sendo que as moedas do Egipto, Turquia e de Marrocos apenas sofreram desvalorizações marginais. Esta conjugação de movimentos teve um efeito positivo em termos do EBITDA consolidado e do valor dos diversos investimentos líquidos realizados” (Cimpor, 2009:217). A Portucel define uma política idêntica à Cimpor ao adotar uma política de contratação de instrumentos financeiros derivados de cobertura. No entanto, opta pela contratação de *collars*, *forwards* cambiais e opções cambiais. Esta empresa recorre ao “*hedge* natural” efetuando, sobretudo em USD e GBP, vendas e compras, embora não seja uma cobertura perfeita pois reconhece efetuar muito menos pagamentos nestas divisas do que tem recebimentos. Como instrumento de cobertura deste tipo de situações utiliza “*forwards* cambiais contratados sobre a exposição líquida às divisas, na altura da emissão das faturas, para as mesmas datas de vencimento e para os montantes desses documentos, nas respetivas moedas, de modo a fixar o câmbio associado as vendas” (Portucel, 2009:144). Depois, “no final de cada mês é feita uma atualização cambial dos saldos de clientes e dos fornecedores, cujo ganho ou perda é compensado com a variação do justo valor dos *forwards* negociados”, sendo a situação em 31 de Dezembro de 2009, a seguinte: justo valor dos instrumentos de negociação *forwards*: (1 379 160) euros; perdas nos instrumentos de negociação: 4 197 736 euros; ganhos com diferenças de câmbio: 4 004 332 euros. Esta empresa divulga, ainda, outras decisões tomadas no mesmo âmbito: “Para cobrir as vendas sujeitas ao risco cambial do EUR/USD orçamentadas para 2009, foram contratados no final de 2008 e no início de 2009, um conjunto de instrumentos de cobertura, denominado *collars* de custo zero, num montante de 175 milhões de USD”. Daqui resultou um recebimento de 9 347 730 euros em 31 de Dezembro de 2009 e apresentava um justo valor positivo em 31 de Dezembro de 2008 de 7 179 545 euros” (Portucel, 2009:144).

A política de gestão dos riscos da Galp passa por tentar garantir a cobertura natural de posições em cada segmento de negócio e entre segmentos de negócio diferentes. De seguida, avalia eventuais riscos residuais que possam vir a ter impacto nos fluxos de caixa futuros da organização e considera as correlações com variáveis exógenas que possam influenciar os resultados das diversas atividades. No entanto, é vulgar a empresa contratar derivados financeiros para cobrir o risco da taxa de juro e os riscos de flutuação da margem de refinação associados à variação do preço do petróleo, que afeta o valor dos ativos e dos fluxos de caixa futuros, tentando cobrir desta forma o risco económico inerente aos câmbios. Relativamente aos riscos de transação e de conversão a empresa não contrata quaisquer instrumentos financeiros, recorrendo normalmente apenas à cobertura natural por intermédio dos fluxos associados à atividade.

A Secil gere o risco cambial através do *hedging* natural dos fluxos financeiros intra-grupo. Sempre que existem valores a descoberto, analisam o risco e, caso seja considerado relevante, contratam opções cambiais que estabelecem os valores máximos a pagar ou a receber.

A Jerónimo Martins para cobrir o risco associado aos financiamentos em USD contratou dois *swaps* cambiais que replicam de forma perfeita os termos dos financiamentos, desta forma, a exposição líquida ao câmbio Euro/Dólar norte-americano, resultante destas transações, é nula, não tendo sofrido quaisquer alterações de 2008 para 2009. Sempre que possível e as condições de mercado o aconselhem, gere as exposições através de operações de cobertura natural, nomeadamente através da contratação de dívida financeira em moeda local. Quando tal não se revela possível, contrata operações, mais ou menos estruturadas, a custo zero, tais como: *swaps*, *forwards* ou opções.

Em relação aos instrumentos derivados observa-se que o Grupo Mota-Engil utiliza diversos contratos *swap* e opções para a cobertura do risco de taxa de juro e apenas um contrato *swap* para a cobertura do risco cambial associado aos Meticais Moçambicanos.

A gestão do risco cambial efetuada pela maioria das empresas em estudo, apesar dos objetivos definidos serem de cobertura (não foi cobertura perfeita), parece ser adequada pois inclusive gerou, na maioria dos casos, resultados positivos em 2009.

Tabela 7: Diferenças cambiais

	Cimpor	Portucel	Galp	Secil	Mota-Engil	Jerónimo Martins
Diferenças de câmbio (saldo)	6.193	4.004,3	149	3.851	(2.138)	(802)

Fonte: Cimpor (2009), Portucel (2009), Galp (2009), Mota-Engil (2009), Jerónimo Martins (2009) e Secil (2009).

A tabela, também, permite verificar que em termos de diferenças cambiais a Cimpor destaca-se pela positiva, seguindo-se a Portucel e a Galp. Enquanto, a Mota-Engil evidencia o pior desempenho nesta vertente da sua gestão.

4.6. Aspetos contabilísticos e de relato financeiro

As empresas, nos seus relatórios e contas, descrevem a forma como tratam os ativos, os passivos e as transações em moeda estrangeira. Dado que o referencial contabilístico adotado é o do IASB, o tratamento indicado é consistente com o disposto na IAS 21 (particularmente, nos §§ 15, 21, 23, 28, 32, 39, 40 e 47) e na IAS 39 (§§85 e 87). As seis empresas apresentam as suas demonstrações financeiras em euros, sendo esta a respetiva moeda funcional e de relato. Assim, a Cimpor regista as transações em divisas estrangeiras às taxas em vigor na data da transação (IAS 21, §21). Na data de encerramento de cada período usa as taxas de câmbio praticadas nessa data para converter para euros “os ativos e passivos monetários expressos em moeda estrangeira” e “a taxa de câmbio em vigor na data em que o justo valor foi determinado” para transpor para euros “ativos e passivos não monetários, registados de acordo com o seu justo valor denominado em moeda estrangeira” (tal como previsto na IAS 21, §23, respetivamente, a) e c)). Em geral, a empresa reconhece as “diferenças de câmbio, favoráveis e desfavoráveis, originadas pelas diferenças entre as taxas de câmbio em vigor na data das transações e as vigentes na data das cobranças/pagamentos ou à data do balanço” como rendimentos e gastos. Excetuam-se as diferenças referentes a elementos não monetários cuja variação de justo valor seja registada diretamente em capital próprio, numa conta designada “Ajustamentos de conversão cambial” (IAS 21, §§28 e 32, respetivamente). Para efetuar a conversão das demonstrações financeiras das empresas subsidiárias e associadas expressas em divisa estrangeira, a empresa usa diferentes taxas de câmbio, tal como previsto na IAS 21 (quadro 1). Regista as diferenças cambiais resultantes destas conversões, “no capital próprio, na rubrica “Ajustamentos de conversão cambial” para as empresas subsidiárias e em rubrica específica de “Reservas livres - Ajustamentos de partes de capital em associadas” para as empresas associadas, sendo transferidos para resultados financeiros aquando da alienação dos correspondentes investimentos”. Tal como previsto na IAS 21 (§47) e referido anteriormente, a empresa considera o “Goodwill e as correções de justo valor apurados na aquisição de entidades estrangeiras” denominados na moeda de reporte dessas entidades, sendo convertidos para euros à taxa de câmbio em vigor na data do balanço”. Reconhece as diferenças cambiais resultantes na rubrica “Ajustamentos de conversão cambial”.

A Portucel (2009:98) refere ter um procedimento idêntico. No entanto, o Relatório é menos exaustivo não referindo detalhadamente os aspetos enunciados pela Cimpor relacionados com os elementos reconhecidos ao justo valor. Além de que esta empresa usa a designação de “reservas de conversão cambial” para a rubrica que “inclui a diferença da conversão cambial de todos os ativos e passivos do Grupo expressos em moeda estrangeira para euros utilizando as taxas de câmbio vigentes na data da demonstração da posição financeira” (Portucel, 2009:102). As diferenças de câmbio relacionadas com rendimentos e gastos são reconhecidas na rubrica resultados financeiros (Portucel, 2009:98).

A Galp também refere procedimentos semelhantes, embora denomine a rubrica que inclui as diferenças cambiais no Capital Próprio de “reservas de conversão” que, contempla para além das operações já referidas nas empresas anteriores, o valor das diferenças cambiais relativas aos suprimentos em moeda estrangeira concedidos a empresas do grupo que não tenham prazo de reembolso.

A Secil relata procedimentos iguais, registando as diferenças de câmbio resultantes das consolidações de contas numa rubrica com uma designação semelhante à utilizado pela Portucel “reservas de conversão cambial”.

Na Jerónimo Martins as “demonstrações financeiras das entidades estrangeiras são convertidas para euros utilizando o câmbio de fecho para os ativos e passivos e os câmbios histórico para o capital próprio. Os custos e proveitos são convertidos ao câmbio médio mensal que é aproximadamente o câmbio da data das respetivas transações. A diferença cambial decorrente é registada diretamente nos capitais próprios...” (Jerónimo Martins, 2009:115).

O Grupo Mota- Engil na preparação das demonstrações financeiras consolidadas, os ativos e passivos das demonstrações financeiras das entidades estrangeiras do Grupo são convertidos para euros utilizando as taxas de câmbio à data do balanço. Os custos e proveitos, bem como os fluxos de caixa, são igualmente convertidos para euros à taxa média anual. A diferença cambial resultante é registada no capital próprio na

rubrica “Reservas de conversão cambial”. No momento da alienação de tais entidades estrangeiras, as diferenças de conversão cambiais acumuladas são registadas na demonstração de resultados do exercício.

Em síntese, as taxas usadas pelas empresas na conversão para a respetiva moeda funcional (euros), foram as seguintes (quadro 1):

Quadro 1: Taxas de conversão usadas

Elementos / Rubricas	Taxa de câmbio	Cimpor	Portucel	Galp	Secil	Mota Engil	Jerónimo Martins
De ativos e passivos	Em vigor na data do balanço (IAS 21, §39, a))	x	x	x	x	x	x
De capital próprio	Histórica (IAS 21, §39, b))	x	Não indica	Não indica	Não indica	Não indica	x
Dos rendimentos e dos gastos	Média do período do relato (IAS 21, §40)	Em geral	Em geral	Em geral	Em geral	x	Média Mensal

Fonte: Cimpor (2009), Portucel (2009), Galp (2009), Secil (2009), Mota-Engil (2009) e Jerónimo Martins (2009)

Nestas empresas, os montantes com origem nas transações em moeda estrangeira, tal como disposto no normativo, são convertidos para euros à taxa de câmbio em vigor na data da transação. À data do relato, os ativos e os passivos monetários expressos em moeda estrangeira são convertidos à taxa de câmbio dessa data e as diferenças cambiais são reconhecidas nos resultados do período. Contudo, quando se trata de ativos e passivos classificados como instrumentos de cobertura de fluxos de caixa e investimentos em entidades estrangeiras, as diferenças de câmbio são refletidas nos capitais próprios. No entanto, apenas a Cimpor e a Jerónimo Martins referem o uso da taxa histórica, em conformidade com a IAS 21. Presume-se que as restantes empresas, embora não o declarem, também usem essa taxa. Quanto à taxa de conversão usada relativamente a rendimentos e gastos, apenas a Mota-Engil parece seguir, exatamente o disposto no parágrafo 40 da norma. Com exceção da Jerónimo Martins que usa uma taxa mensal, as restantes empresas referem que “em geral” usam a taxa média do período do relato¹¹.

Contabilidade de Cobertura

A Cimpor (2009:209) refere que a “contabilidade de cobertura é aplicável aos instrumentos financeiros derivados que são efetivos no que respeita ao efeito de anulação das variações de justo valor ou *cash-flows* dos ativos/passivos subjacentes. A efetividade de tais operações é verificada regularmente, numa base trimestral”. O seu relatório (Cimpor, 2009:146) tipifica, ainda, as situações em que deixa de ser praticada a contabilização de cobertura: “quando o instrumento de cobertura atinge a maturidade, o mesmo é vendido ou exercido ou quando a relação de cobertura deixa de cumprir os requisitos exigidos na IAS 39” (§88). A empresa, quando contrata instrumentos financeiros derivados usa o critério do justo valor para a sua mensuração e, tal como previsto na IAS 39 (§86), o método de reconhecimento é adotado em conformidade com a “natureza e o objetivo da sua contratação”.

O quadro 2 descreve a forma de reconhecimento pela Cimpor das variações no justo valor dos instrumentos derivados, segundo a sua designação e em conformidade com a IAS 39 (§§85 e 87):

Quadro 2: Reconhecimento das alterações do justo valor

Tipo de cobertura	Forma de reconhecimento das alterações no justo valor do instrumento derivado	Demonstrações Financeiras em que as alterações têm impacto	Objetivo de cobertura / risco coberto
De “justo valor”	Como resultado financeiro do período ¹² .	Demonstração consolidada do rendimento integral (derivado e subjacente)	Riscos de taxa de câmbio e/ou taxa de juro
De “ <i>cash-flow</i> ”	Componente efetiva - em capitais próprios, “Reservas de operações de cobertura”, rubrica “Ajustamentos de	Componente efetiva: Balanço. Quando ocorrer a situação descrita, então, - Demonstração	“Risco de taxa de câmbio de compras ou vendas futuras de determinados

¹¹ Exceto se a taxa média não for “uma aproximação razoável do efeito cumulativo das taxas em vigor nas datas das transações, sendo neste caso os rendimentos e os gastos convertidos pelas taxas de câmbio em vigor nas datas das transações” (Portucel, 2009:98; Secil, 2009:58).

¹² As alterações no justo valor do ativo ou passivo sujeito àquele risco são reconhecidas, igualmente, como resultado financeiro do período.

	conversão cambial e coberturas”. Estes valores “são transferidos para resultados financeiros no período em que o item coberto tem igualmente efeito em resultados”; Componente não efetiva – como resultado financeiro do período.	consolidada do rendimento integral. Componente não efetiva: Demonstração consolidada do rendimento integral.	ativos e também os “ <i>cash-flows</i> ” associados ao risco de taxa de juro” (Cimpor, 2009:210).
De um investimento líquido numa entidade estrangeira	Nos capitais próprios, como “Ajustamentos de conversão cambial e coberturas” até que o investimento objeto da cobertura seja vendido ou liquidado.	Balanço. Quando ocorrer a situação descrita, então, - Demonstração consolidada do rendimento integral.	“Risco associado aos efeitos patrimoniais resultantes da conversão das demonstrações financeiras das entidades estrangeiras” (Cimpor, 2009:210)

Fonte: Adaptado de Cimpor (2009)

O relatório e contas da Cimpor (2009:146) refere que, nos casos em que a cobertura é efetuada através de um instrumento que não seja um derivado, “as respetivas variações decorrentes das variações de taxa de câmbio são registadas como “Ajustamentos de conversão cambial”. De acordo com a IAS 39 (§72) esta situação é possível, pois é apenas para a cobertura do risco cambial que a norma prevê a possibilidade de uso de um instrumento de cobertura que não seja um instrumento derivado (um ativo ou um passivo financeiro não derivado). Quando os instrumentos financeiros derivados forem contratados com o objetivo de efetuar cobertura económica em conformidade com as políticas de gestão de risco definidas, mas não cumpram os requisitos previstos na IAS 39 para a sua “qualificação como contabilidade de cobertura, as respetivas variações no justo valor são registadas na demonstração consolidada do rendimento integral do período em que ocorrem”.

A Portucel (2009:102) divulga que as “operações que qualifiquem como instrumentos de cobertura em relações de cobertura de fluxos de caixa são registadas no balanço pelo seu justo valor. Na medida em que, à luz das normas contabilísticas vigentes, sejam consideradas coberturas eficazes, as variações no justo valor desses instrumentos são inicialmente registadas por contrapartida de capitais próprios e posteriormente reclassificadas para a rubrica de resultados financeiros, na data do seu vencimento. Desta forma, e em termos líquidos, os custos associados aos itens cobertos são especializados a taxa inerente a operação de cobertura contratada. Os ganhos ou perdas decorrentes de rescisão antecipada deste tipo de instrumento são reconhecidos em resultados quando tal reversão ocorre”. Na situação em que os instrumentos não se qualificam como de cobertura, embora sejam considerados pela empresa como eficazes para o efeito, indica que efetua o seu registo pelo justo valor, sendo as respetivas variações reconhecidas em resultados financeiros. Acrescenta que o justo valor corresponde ao preço de mercado, caso exista. Caso contrário, o justo valor “é estimado através de técnicas de valorização com base em fluxos de caixa descontados e modelos de valorização de opções, de acordo com pressupostos geralmente utilizados no mercado”. A Cimpor divulga, também, as “cotações utilizadas na conversão, para euros, dos ativos e passivos expressos em moeda estrangeira, em 31 de Dezembro de 2009 e 2008, bem como dos resultados dos exercícios findos naquelas datas” (Cimpor, 2009:170). Divulga, ainda, os resultados financeiros do período e a respetiva composição. No entanto, nesta análise não é possível verificar quais os montantes relativos aos ativos/passivos financeiros cobertos e instrumentos financeiros derivados que estão relacionados exclusivamente com o risco cambial, pois não separa claramente montantes relativos a riscos de variação das taxas de juro e das taxas de câmbio. No entanto, a empresa (Cimpor, 2009:211) divulga o justo valor dos instrumentos financeiros derivados que considera adequados à gestão do risco financeiro, possam ou não ser qualificados para contabilidade de cobertura (tabela 8). Divulga, ainda, tal como previsto na IAS 21, as maturidades destes instrumentos. Em geral, é inferior a um ano.

Tabela 8: Justo valor dos instrumentos financeiros derivados

	Outros ativos		Outros passivos	
	Correntes	Não correntes	Correntes	Não correntes
Coberturas de justo valor:				
<i>Swaps</i> de taxa de câmbio e taxa de juro	-	3.771	-	2.183
<i>Forwards</i> cambiais	18	-	1	-
<i>Trading</i> :				
Derivados de taxa de câmbio e taxa de juro	4.524	-	-	68.073

Fonte: Cimpor (2009:211)

A Portucel tem procedimento idêntico à Cimpor relativamente à divulgação relacionada com o justo valor dos instrumentos financeiros conforme se constata na tabela 9.

Tabela 9: Justo valor e maturidades dos instrumentos financeiros derivados (31/12/2009)

	Valor Nominal	Maturidade	Tipo	Justo valor
<i>Forwards</i> cambiais				
GBP	1 620 000	11-Jan-10	Negociação	(338 615)
USD	37 675 000	26-Jan-10	Negociação	(1 040 545)
				(1 379 160)
Opções sobre taxa de câmbio				
USD	61 250 000	31-Dez-09	Cobertura	-

Fonte: Portucel (2009:145)

A Galp, tal como anteriormente referido, utiliza instrumentos financeiros para cobrir o risco de flutuação da margem dos produtos petrolíferos, nomeadamente *swaps* e opções sobre petróleo bruto e produtos. Embora contratados com o objetivo de cobrir o risco económico associado às oscilações do USD com impacto no preço dessas *commodities*, não cumprem todas as disposições do IAS 39 relativamente à possibilidade de qualificação como contabilidade de cobertura. Por isso, as variações no justo valor são registadas na demonstração dos resultados do exercício económico onde ocorrem. Em 31 de Dezembro de 2009, esses instrumentos financeiros estavam escriturados pelo seu justo valor, apresentando os seguintes valores nas demonstrações financeiras (na demonstração dos resultados estão considerados nos rendimentos de instrumentos financeiros e na demonstração da posição financeira em outros instrumentos financeiros correntes e não correntes, tabela 10):

Tabela 10: Instrumentos financeiros derivados sobre *commodities*

	Ativo		Passivo	
	Não Corrente	Corrente	Não Corrente	Corrente
Justo valor em 1/1/2009	--	115	--	(1.491)
Aquisições durante o período	--	--	--	--
Alienações durante o período	--	(287)	--	1.642
Variações na venda refletidas em resultados	--	287	--	(1.642)
Variações no justo valor refletidas em resultados	300	185	--	1.491
Variações no justo valor refletidas no capital próprio	--	--	--	--
Justo valor em 31/1/2009	300	300	--	--

Fonte: Galp (2009)

Contudo, a Galp negocia ainda outros instrumentos financeiros denominados de futuros sobre *commodities* que, devido à sua grande liquidez e a serem negociados em bolsa, fazem parte integrante da rubrica de disponibilidades, estando os rendimentos e gastos associados refletidos no custo das vendas. Em 31/12/2009 apresentavam os seguintes valores (tabela 11):

Tabela 11: Futuros sobre *commodities*

	Ativo		Passivo	
	Não Corrente	Corrente	Não Corrente	Corrente
Justo valor em 1/1/2009	--	460	--	--
Aquisições durante o período	--	61.733	--	--
Alienações durante o período	--	(63.961)	--	--
Variações na venda refletidas em resultados	--	3.146	--	--
Justo valor em 31/1/2008	--	1.378	--	--

Fonte: Galp (2009)

A Secil não inclui, no relatório e contas, informação sobre a contabilidade de cobertura e, embora refira que pontualmente contrate opções cambiais para cobrir o risco das operações não compensadas naturalmente, também não indica quaisquer valores de instrumentos financeiros para a cobertura do risco cambial.

A Jerónimo Martins utiliza os instrumentos financeiros derivados apenas com o único objetivo de gerir riscos financeiros. Nem todos os derivados contratados pelo grupo são qualificados como instrumentos de cobertura contabilística de acordo com os requisitos da IAS39. Neste caso, estes derivados são registados na demonstração da posição financeira pelo justo valor e as variações nos resultados financeiros do período. Sempre que possível, o justo valor dos derivados é estimado com base em instrumentos cotados e na sua ausência, através do método dos fluxos de caixa atualizados e modelos de valorização de opções. “Os instrumentos financeiros derivados são reconhecidos na data da sua negociação (*trade date*), pelo seu justo

valor. Subsequentemente, o justo valor dos instrumentos financeiros derivados é reavaliado numa base regular, sendo os ganhos ou perdas resultantes dessa reavaliação registados diretamente em resultados do período, exceto no que se refere aos derivados de cobertura. O reconhecimento das variações de justo valor dos derivados de cobertura depende da natureza do risco coberto e do modelo de cobertura utilizado.” (Jerónimo Martins, 2009:116). “A flutuação cambial associada a empréstimos em moeda estrangeira contraídos com o objetivo de cobertura de um investimento numa operação estrangeira é reconhecida diretamente em reservas na rubrica de diferenças cambiais. Os *swaps* cambiais contratados com vista à cobertura de investimentos em operações estrangeiras que qualifiquem como instrumentos de cobertura são registados no balanço pelo seu justo valor. Na medida em que sejam consideradas coberturas eficazes, as variações no justo valor dos *swaps* cambiais são reconhecidas diretamente em reservas na rubrica de diferenças cambiais. Os ganhos e perdas acumulados nas reservas são transferidos para resultados do exercício quando as entidades estrangeiras são alienadas” (Jerónimo Martins, 2009:166). A tabela 12 apresenta o justo valor dos instrumentos financeiros derivados reconhecidos em resultados.

Tabela 12: Justo valor dos instrumentos financeiros derivados

	Justo Valor (M €)
Derivados de Negociação	
<i>Swaps</i> de Taxa de Câmbio	10
<i>Swaps</i> de Taxa de Juro	1.220
<i>Credit Default Swap</i>	
	1.230
Imposto reconhecido na demonstração dos resultados	(326)
Interesses Minoritários	(425)
Valor registado em resultados	479

Fonte: Jerónimo Martins (2009)

A Jerónimo Martins também divulga o facto de em 2009 ter ocorrido uma variação positiva de 16.796 euros no valor dos ativos fixos tangíveis e 5.195 nos ativos intangíveis resultantes de diferenças cambiais. Tendo divulgado, também, os seguintes instrumentos derivados (tabela 13):

Tabela 13: Instrumentos financeiros derivados

	Notional	Ativo		Passivo	
		Corrente	Não Corrente	Corrente	Não Corrente
Derivados de Negociação					
<i>Swap</i> de Taxa de Juro	10 milh. €	115			
<i>Forwards</i> cambiais (PLN)	14.1 milh. €	15			564
<i>Forwards</i> cambiais (USD)	0.6 milh. €				
Derivados designados como cobertura de justo valor					
Cobertura empréstimo USD	180 milh. USD				16.766
Derivados designados como cobertura de fluxos de caixa					
<i>Swap</i> de taxa de juro (EUR)	527,7 milh. €		351		12.807
<i>Swap</i> de taxa de juro (PLN)	171 milh. PLN				
<i>Forwards</i> cambiais (PLN)					
Derivados designados como cobertura de investimentos em operações estrangeiras					
<i>Swap</i> taxa de câmbio (PLN)	400 milh. PLN	1.385		3.084	
<i>Forwards</i> cambiais (PLN)	197 milh. PLN				
Total de derivados de negociação		130			564
Total de derivados designados como cobertura		1.385	351	3.084	29.573
Total derivados ativos / passivos		1.515	351	3.084	30.137

Fonte: Jerónimo Martins, (2009)

Assim podemos verificar que em 2009 a empresa utilizou, ao nível dos derivados de negociação, contratos *swap* de taxa de juro e *forwards* cambiais. Em relação a estes últimos, a empresa procede à cobertura económica do risco cambial da sua exposição em zloty polacos e ao dólar americano, resultante da compra de mercadorias em moeda estrangeira. Em relação aos instrumentos de justo valor, o grupo recorre aos *swaps* de taxa de câmbio para proceder à cobertura total da exposição ao risco do justo valor dos empréstimos em USD através de dois *cross currency swaps* com as mesmas características da dívida emitida. O objetivo desta cobertura é transformar a emissão de taxa fixa em taxa variável e cobrir a sua exposição ao USD. Contudo, o risco de crédito não se encontra coberto. Para a cobertura de fluxos de caixa, o grupo recorre aos *Swaps* de taxa de juro (para transformar empréstimos de taxa variável em taxa fixa) e *forwards* cambiais (para cobertura económica do risco cambial derivado da exposição ao zloty polaca). Em relação à cobertura de investimentos em operações estrangeiras é utilizado o *swap* de taxas de câmbio e *forwards* cambiais face à exposição dos investimentos em zlotys.

A Mota-Engil procede de forma idêntica ao referido para as outras empresas, pois no seu relatório e contas refere as regras ditadas pelas normas internacionais sobre a forma de contabilização dos instrumentos financeiros e que estes são utilizados apenas para fins de cobertura e não especulativos. Menciona, ainda, as diversas IAS adotadas e as suas implicações no anexo às demonstrações financeiras.

As empresas divulgam, ainda, impactos em resultado de variações da taxa de câmbio. Assim, a Cimpor divulga que a sua “exposição em resultados às flutuações das taxas de câmbio (31 de Dezembro de 2009) decorre, essencialmente, dos empréstimos intra-grupo entre as áreas de negócio que operam com diferentes moedas”. Uma variação negativa de 10% no câmbio do euro em relação às moedas onde a exposição tem mais significado, teria um impacto positivo em resultados de 1.555 milhares de euros, enquanto uma variação positiva teria um impacto negativo, relativamente ao mesmo conjunto de moedas de 1.900 milhares de euros. Por seu turno, a Portucel (2009:110) considera que em “31 de Dezembro de 2009, uma variação negativa de 5% nos câmbios utilizados na conversão dos saldos em moeda estrangeira a essa data, resultaria num impacto negativo nos resultados do período de 1 804 874 euros (31 de Dezembro de 2008: 2 928 995 euros), não considerando o efeito da cobertura cambial efetuado para a quase totalidade dos saldos em divisa, que permitiria anular esta variação”. Já a Galp apresenta uma análise de sensibilidade à taxa de câmbio USD/EUR, tendo considerado, tal como a Cimpor, uma variação de 10%. Uma oscilação desse valor na taxa cambial tem um impacto de +/- 3.474 milhares de euros nos resultados da empresa, o que significa uma variação de cerca de 1% nos excedentes criados. Finalmente, a Secil, a Jerónimo Martins e o Grupo Mota-Engil não têm qualquer análise sobre o impacto na atividade de oscilações nos câmbios das moedas estrangeiras que utilizam nas operações.

Conclusões

A gestão do risco cambial é cada vez mais pertinente, especialmente para as empresas que operam no mercado internacional. As empresas em estudadas parecem reconhecer a importância desta atividade. De facto, verifica-se que integram a gestão do risco cambial na sua estratégia de gestão. Para o efeito recorrem a instrumentos financeiros derivados, adotando estratégias de cobertura. Em geral, identificam os tipos de risco cambial que enfrentam e divulgam a informação em conformidade com o normativo adotado e aplicável. Concretamente divulgam entre outra informação, as políticas de gestão do risco cambial; os instrumentos usados; o cumprimento dos requisitos da contabilidade de cobertura; montantes envolvidos e análise de sensibilidade.

Referências

- Chapman, R. J. (2006): Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management, Wiley, New Jersey
- Cimpor (2009), Relatório e Contas.
- Condamín, L. ; Louisot, J.; e Naím, P. (2007): Risk Quantification. John Wiley & Sons, Ltd. Chicester.
- Dhanani, A. (2003): “Foreign exchange risk management: a case in the mining industry”, *The British Accounting Review*, Vol. 35, pp. 35-63.
- Döhring, B. (2008): “Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure: a euro-area perspective”, *Economic Papers*, European Commission. Disponível em: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications.
- GALP (2009), Relatório e Contas.
- International Accounting Standards Board, IASB: Estrutura Conceptual para a Preparação e Apresentação das Demonstrações Financeiras (1989); IAS 1 (2003) – Apresentação das Demonstrações Financeiras; IAS 21 (2003) – Os Efeitos das Variações das Taxas de Câmbio; IAS 39 (2003) – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Medição; IFRS 7 (2007) - Instrumentos Financeiros: Divulgações.
- Jerónimo Martins (2009), Relatório e Contas.
- Kim, W. e Sung, T. (2005): “What makes firms manage FX risk?” *Emerging Markets Review*, Vol. 6, 263-288.
- Kropp *et al* (1999), “Enhancing Shareholder Wealth by Better Managing Business Risk”, IFAC – FMAC. - <http://www.ifac.org>.
- Marshall, A. e Weetman, P. (2002): “Information asymmetry in disclosure of foreign exchange risk management: can regulation be effective?” *Journal of Economics and Business*, 54 (2002) 31–53.
- Marshall, A. e Weetman, P. (2007). “Modelling Transparency in Disclosure: The Case of Foreign Exchange risk Management”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(5) & (6), 705-739, June/July 2007.
- Mota-Engil (2009), Relatório e Contas
- Portucel (2009), Relatório e contas
- Ryan, B.; Scapens, R. e Theobald, M. (2002): Research Method & Methodology in Finance & Accounting, South Western Cengage Learning, 2nd edition, Croatia.
- Secil (2009), Relatório e Contas.